

## A CRIAÇÃO DE VALOR E O *ECONOMIC VALUE ADDED*: UM ESTUDO DE CASO

Vânia Marisa Cristóvão Martins ([vmartins@graneis.sapec.pt](mailto:vmartins@graneis.sapec.pt))  
Ana Bela de Sousa Delicado Teixeira ([ana.bela.teixeira@esce.ips.pt](mailto:ana.bela.teixeira@esce.ips.pt))  
Escola Superior de Ciências Empresariais do  
Instituto Politécnico de Setúbal  
Campus do IPS, Estefanilha  
2914-503 Setúbal (Portugal)

### RESUMO

O crescimento sustentável de uma empresa, impõe, entre outros, um sistema de informação adequado onde seja evidenciado se há ou não, criação de valor. Neste estudo foi efetuada uma revisão da literatura, onde sobre esta temática, se caracterizou o *Economic Value Added* e se evidenciou a sua capacidade para medir a criação de valor. Através de um estudo de caso respondeu-se à questão de investigação provando-se que ter resultados positivos não garante a existência de criação de valor. No seguimento da resposta à questão de investigação, foi efetuada uma análise de sensibilidade, onde através de três cenários, se evidenciou o impacto no valor do EVA quando se alteraram, isoladamente, as variáveis consideradas mais relevantes para a organização em estudo.

**Palavras chave:** Indicador, Criação de Valor, *Economic Value Added*.

### ABSTRACT

The sustainable growth of a company, requires, among other, an adequate information system where it is shown whether or not, there is value creation. In this study it was carried out a literature review, which on the subject, was characterized the Economic Value Added and demonstrated its ability to measure value creation. Through a case study the question of research was answered, proving that having positive results doesn't guarantee the existence of value creation. Following the answer to the research question a sensitivity analysis was performed, where through three scenarios, it showed the impact on the value of EVA when changing, singly, the variables considered most relevant to the organization under study.

**Keywords:** Indicators, Added value, Economic Value Added

## 1 INTRODUÇÃO

No mundo empresarial em constante mudança, caracterizado por imposições legais, forte concorrência e diminuição das margens de negócio, emerge cada vez mais para que as empresas cresçam de forma sustentada, a necessidade do uso dos recursos ser feito de forma racional e inteligente e associado ao conceito de Resultado, o de criação de valor. Neste contexto, este estudo pretende responder à seguinte questão “Será que resultados positivos são sinónimo de criação de valor”?

Neste contexto, o desenvolvimento deste estudo irá ser efetuado a partir do indicador *Economic Value Added* (EVA), cujo conceito foi criado pela empresa americana Stern Stewart & Co.. Stewart (1991) defende a adoção deste indicador, justificando que é uma medida real do grau de sucesso de uma organização, na medida em que disponibiliza à gestão, informação que a ajudará na tomada de decisões completando a informação obtida através de outros indicadores tradicionais.

Assim, o objetivo deste estudo, após uma revisão de literatura, será determinar, na empresa objeto do nosso estudo de caso, se resultados positivos significam criação de valor, através do cálculo do *Economic Value Added*. Completando esse objetivo, será efetuada, após definidas as variáveis que fazem parte do cálculo do

EVA, e que são consideradas de maior dificuldade de previsão de comportamento futuro, uma análise de sensibilidade. Com ela, pretende verificar-se o impacto que tem no valor do EVA, a variação dessas variáveis.

No sentido de concretizar os objetivos propostos para este estudo, será efetuado o enquadramento teórico estruturado em três pontos e que se prendem com, a empresa e a função financeira, os indicadores de desempenho e por fim, o EVA como indicador de criação de valor. Relativamente à segunda parte deste trabalho, que consiste num estudo de caso, efetuado numa empresa de Setúbal, serão analisadas as demonstrações financeiras referentes aos anos de 2010, 2011, 2012 e o *forecast* para 2013, para que, por um lado se calcule o EVA e se constate se ter resultados positivos é suficiente para que exista criação de valor e por outro, através de três cenários, se verifique o impacto que tem no EVA, a alteração de três variáveis consideradas determinantes para a organização.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1 A EMPRESA E A FUNÇÃO FINANCEIRA**

O objetivo das empresas desde Peter Druker passava pela maximização do lucro. Com os mercados cada vez mais exigentes e com a constante instabilidade económica e financeira, este conceito ficou cada vez mais desatualizado, tendo hoje que se dar respostas a outras questões, para além da obtenção do lucro.

Com a abertura das fronteiras, os mercados deixaram de ser os mesmos e as empresas passaram a atuar num mercado global, onde a palavra de ordem é a criação de valor e a responsabilidade social. Assim, as mudanças externas às empresas exigem que estas, tenham capacidade imediata de reação, como forma de adaptação e de sobrevivência, porque “afinal de contas tudo muda – os ambientes desestabilizam-se, os nichos desaparecem, as oportunidades banalizam-se” (Mintzberg et al, 1999:106).

Brealey et al, (2001) referem que o valor de uma empresa está diretamente relacionado com a sua capacidade para gerar fundos que façam face aos custos de exploração, à rendibilidade dos investimentos realizados e à remuneração dos financiadores. Assim o ponto de vista de que as organizações atingem os seus objetivos, satisfazendo melhor os seus clientes do que a concorrência, não é suficiente para a sustentabilidade das empresas nos mercados. Atualmente, é preciso mais que a pura satisfação dos clientes, é preciso que o acionista invista o seu dinheiro e isto só acontece, quando a taxa de rendibilidade gerada pela organização é superior à taxa de rendibilidade que os investidores poderiam obter em investimentos com riscos comparáveis. Segundo Oliveira et al. (2002:184), “O objetivo principal de todas as empresas deve ser a maximização dos lucros dos detentores de capital, isto é, remunerar os donos do dinheiro”. Então, desta forma, não é suficiente ter lucros para que uma empresa seja geradora de valor, ter em conta o custo do capital investido, é condição *sine qua non*, para que a rendibilidade desses capitais seja superior ao custo das diferentes fontes de financiamento.

A função financeira das empresas tem evoluindo ao longo dos tempos, associada às exigências dos mercados. Desta forma, a conceção tradicional, da gestão corrente da tesouraria deu lugar a uma gestão mais alargada, com responsabilidades acrescidas a nível de análise e controlo da aplicação dos fundos da empresa, passando a ter um papel ativo no apoio à decisão. Tendo em conta a evolução referida, o conceito de gestão financeira “abrange o conjunto de técnicas cujos objetivos principais consistem na obtenção regular e oportuna dos recursos financeiros necessários ao funcionamento e desenvolvimento da empresa, ao menor custo possível e sem alienações da sua independência e, também, no estudo e controlo da rendibilidade de todas as aplicações a que são afetos recursos”(Menezes, 1999:39).

Assim, segundo Neves (2002) cabe à gestão financeira, a escolha das fontes de financiamento, as formas de aplicação do capital, o seu planeamento e o controlo da rendibilidade do capital investido. Desta forma, o objetivo da gestão e da função financeira, passou da maximização do valor para a criação de valor, como forma de ajuste e resposta às novas necessidades dos mercados e dos acionistas. As decisões tomadas na empresa, são geridas em função da rendibilidade e do risco (Teixeira e Jerson, 2013), embora cada vez mais se dê relevância a aspetos não financeiros e intangíveis ligados às organizações e ao seu sucesso. A avaliação de desempenho financeiro é uma das perspetivas mais importantes na avaliação do desempenho uma vez que sintetiza o impacto de todas as decisões de gestão, na capacidade de criação de valor.

Sendo a empresa um organismo vivo em constante interação com a sua envolvente, cabe à análise financeira, o fornecimento de dados que permitam avaliar a criação de valor. Com a turbulência e exigência dos mercados, é cada vez mais importante o gestor possuir um conjunto de ferramentas que lhe permita identificar os fatores críticos ou de sucesso para o negócio, de forma a poder agir sobre eles, tendo sempre uma atitude de monitorização/acompanhamento. Como se constata, a informação financeira constitui um instrumento fundamental ao acompanhamento das atividades exercidas e dos recursos utilizados e a forma como os elementos são estruturados e organizados, influencia o conhecimento e, por conseguinte, as atitudes dos gestores (Jordan, 2002:111).

Neste sentido é necessário que os gestores estejam cada vez mais atentos para a avaliação do desempenho das suas organizações. Segundo Neely (2002) a avaliação de desempenho consiste na identificação de ações passadas e na sua quantificação (avaliação) de forma a decidir o desempenho atual. Só com base na avaliação efetuada é possível ao gestor tomar caminhos e direções para que os objetivos organizacionais sejam alcançados. “Os gestores devem tomar decisões refletindo no resultado o que a mesma proporcionará; isto viria a contribuir para o não desperdício de valor para o acionista”(Gaion, 2001:142). Segundo Druker (1995), o gestor tem um papel primordial no direcionamento das empresas, em que o papel de controlador de custos é passado e só existe compensação com a criação de valor.

## 2.2 INDICADORES DE DESEMPENHO

O sucesso das organizações a longo prazo está cada vez mais associado à capacidade da gestão se adaptar aos desafios e ameaças do mercado. Assim, torna-se fundamental a existência de *feedback* constante sobre o desempenho, que é facilitado com a utilização de indicadores financeiros e não financeiros que reflitam as áreas críticas em que reside o êxito no longo prazo. Se o gestor estiver apetrechado de ferramentas que permitam fazer medições constantes sobre a atividade e sobre as decisões tomadas, pode atuar sobre comportamentos/variáveis desviantes. Assim a análise do desempenho de uma organização deve assentar sobre um sistema de avaliação que proporcione informações fidedignas (Rodrigues, 2010), o que torna fundamental a utilização de indicadores que permitam a monitorização/acompanhamento e atuação.

Assim, indicador pode ser definido como uma unidade de medida que permite o acompanhamento e evolução periódica das variáveis chave de uma organização, mediante a sua comparação com os correspondentes padrões de referência (Documento AECA nº16, 1997) e que por outro lado, é concebido para ajudar os gestores a perceberem a direção que devem seguir (Rodrigues, 2010). Neste sentido, Caldeira (2012:14) refere que “os indicadores acabam por assumir-se como um elemento gerador de consenso dentro da organização, já que constituem o veículo aceite por todos para a quantificação objetiva dos resultados realizados”. Lebas (1995) e Kennerley e Neely, (2003) referem que todos os indicadores devem reunir as seguintes características: Flexibilidade; Fiabilidade; Previsibilidade; Pertinência; Objetividade; Transparência; Acessibilidade; e Sensibilidade, não devendo ainda se limitarem com o curto prazo e a sua avaliação deve induzir ao conhecimento dos resultados de uma ação. Salienta-se ainda que, os indicadores não são um fim em si mesmo, sendo necessário interpretá-los dentro de um determinado contexto, dado que, os indicadores estabelecem relações entre grandezas, que por si só não indicam direções nem soluções, permitem sim, efetuar o acompanhamento da evolução das empresas ao longo do tempo.

Neste sentido a utilização de indicadores tem como benefício, a avaliação objetiva (a avaliação pode ser considerada o coração das finanças (Domodaran, 2005), a tomada de decisão baseada em dados reais, a definição de prioridades de atuação, a monitorização, o controlo interno e, a elaboração de estatística, que apresentam tendências. Usualmente a avaliação de desempenho financeiro utiliza as demonstrações contabilísticas (Balanço, Demonstração dos Resultados e Demonstração de Fluxos de Caixa), como forma de recolha da informação contabilística (Santos, 2008). No entanto, com as alterações conhecidas no contexto empresarial, o aumento do interesse no desempenho pelo valor criado tem cada vez mais peso, em detrimento das análises de métricas simples, tais como lucros, Resultados Operacionais, Resultados antes de impostos, Resultados Líquidos e *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA).

Relacionando a importância do conhecimento do desempenho de uma organização e a necessidade de saber se há ou não criação de valor, com a capacidade do EVA em medir essa mesma criação de valor, iremos aprofundar esse indicador por considerarmos que representa uma ferramenta de cálculo relativamente fácil e que tem em conta o custo de todo o capital investido que exige remuneração. A reforçar a nossa opção,

salientamos os resultados obtidos no estudo de Davidson (1999) que concluiu que o EVA era o indicador que melhor correlação tinha com o valor de mercado. No entanto alertamos que o EVA é um indicador de desempenho, e como qualquer indicador pode ser sujeito a manipulação (Young, 1999; Young et O'Byrne, 2001; Neves 2002 e 2011).

### 2.3 EVA COMO INDICADOR DE CRIAÇÃO DE VALOR

A gestão baseada no valor, é cada vez mais divulgada e aplicada no mundo empresarial, tornando-se uma forma de estar para as empresas que pretendem acompanhar os mercados em constante mutação. Embora a gestão baseada no valor não seja sinónimo de sucesso, é composta por ferramentas imprescindíveis para a criação e aumento de valor para o acionista e uma dessas ferramentas, é o EVA.

Segundo Kassai et al (2000:179) o EVA “é o valor que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos, quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros ou pelo custo do capital próprio”. Com esta afirmação é possível afirmar que o EVA é um indicador que permite aos investidores uma avaliação transparente relativamente a se o capital investido, está a ser devidamente remunerado. Ou seja, o investidor só irá aplicar ou manter o seu capital investido, se o retorno do rendimento for superior a outra alternativa, em condições de risco semelhante (custo de oportunidade). Assim sendo, a figura central deste indicador é o acionista, pois todas as decisões são tomadas de forma a maximizar a riqueza do acionista através do aumento do valor da empresa. Assim podemos compreender o EVA como uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a real criação de valor. O EVA ajuda os gestores, por um lado, a entenderem melhor os objetivos financeiros da empresa e por outro, a conseguir atingir esses mesmos objetivos (Young, 2003).

Metano e Yamamoto (2007) sugerem que os métodos de avaliação de desempenho das empresas, com base em apenas informações exclusivamente financeiras, induzem as organizações a comportamentos que conduzem à não criação de valor, impedindo um desenvolvimento sustentado, justificando assim a importância do EVA. Este conceito de criação de valor na empresa, medida através do EVA, não se pode afirmar que é um conceito original, vários autores referem o lucro económico como o que sobrava dos ganhos dos acionistas ou gestores, depois de deduzido o custo do capital a uma taxa apropriada. O que significa que o cálculo do valor criado por uma empresa não só deve contemplar os custos registados pela contabilidade, como também o custo de oportunidade dos capitais próprios (Rodrigues, 2010).

Em 1965, Salomon, desenvolveu este conceito pela primeira vez. Todavia, só na década de 90, do século passado, a sua patente foi registada pela empresa de consultadoria Stern Stewart & Cº., e é a partir desta altura, que o EVA ganha importância, sendo considerado como medida prioritária de desempenho organizacional. Para Stern e Stewart (1999) o EVA é uma medida de *performance* financeira que permite conhecer o verdadeiro valor da empresa. É também a medida de *performance* que coloca o acionista no centro da geração de valor. “O EVA (tradicionalmente conhecido por resultado supranormal ou resultado residual) é determinado pela diferença entre os resultados operacionais após impostos previstos para a empresa e o montante de resultados exigidos pelos acionistas e pelos credores” (Neves, 2002).

Deve-se aqui alertar que o EVA e o Resultado Residual não são exatamente sinónimos, embora o seu objetivo seja igualmente a medição da capacidade de gerar valor acrescentado aos detentores do capital, sem deteriorar a situação financeira da empresa (Stewart, 1994), o Resultado Residual utiliza os Resultados Operacionais sem dedução do imposto sobre a atividade. O EVA é assim uma medida de lucro excedentário, na medida que representa o valor obtido, depois de o capital investido ser totalmente remunerado, às taxas de rentabilidade exigidas pelos acionistas. A riqueza é criada quando a empresa consegue gerar lucros para fazer face à sua atividade operacional e ao custo do capital. Sendo assim o EVA é o balanço comparativo entre a rentabilidade da empresa e o capital que ela aplicou para gerar essa rentabilidade (Stephenes e Bartunek, 1997). Na contabilidade, contrariamente ao que acontece com os capitais alheios remunerados, a remuneração do capital investido pelos acionistas/sócios, não é tido como custo, o que pode levar a que as empresas tenham resultados positivos, mas no entanto não estejam a gerar valor.

O interesse e sucesso deste conceito, passa pela simplicidade de cálculo, uma vez que é apenas necessário a rentabilidade e o custo do capital. Representa a margem gerada após remunerados todos os factos que lhe estão afetos e o nível de tributação (impostos). Estabelece assim de uma forma objetiva e simples, os recursos

que foram aplicados para gerar um determinado lucro operacional, responsabilizando os gestores da empresa pela utilização adequada desses recursos, procurando a utilização ótima dos recursos. É assim da relação dos resultados operacionais com as fontes de financiamento (próprio e alheio), que as empresas retiram conclusões sobre a criação de valor para o acionista, como se verifica na tabela seguinte:

**Tabela nº2 – Interpretação do resultado do EVA**

<b>EVA &gt; 0</b>	<b>Criação de Valor</b>	Utilização adequada dos recursos. Valor criado pela exploração foi suficiente para remunerar todos os capitais investidos.
<b>EVA = 0</b>	<b>Sem Criação de Valor</b>	O valor gerado pela atividade apenas cobre o custo do capital investido.
<b>EVA &lt; 0</b>	<b>Destruição de Valor</b>	O valor criado pela exploração não foi suficiente para remunerar a totalidade dos capitais investidos. A empresa não é capaz de cobrir todos os seus custos.

Fonte própria.

Aqui deve-se ressaltar o facto de as atividades gerarem valor, não ser condição única para que haja criação de valor, devido a três razões (Batsch, 1999): O capital tem custo de utilização, devendo ser remunerado; A rentabilidade esperada deve ter relação direta com o risco; O valor de um bem depende da relação fluxos de tesouraria esperados com a taxa de rentabilidade suscetível de ser obtida por um ativo nas, mesmas condições de mercado e tempo.

O gestor tem todo o interesse em maximizar o resultado deste indicador, ou seja, pode incrementar a criação de valor através da (Stewart, 1991; Albouy, 1999; Young et O'Byrne, 2001): Rentabilidade dos ativos (através de maiores margens de comercialização, gestão eficiente do capital circulante - stocks, clientes e fornecedores, e investimentos em equipamentos mais eficientes); Gestão financeira eficiente (redução de custos do capital e/ou redução do capital que implicará o aumento das disponibilidades); Investimento em projetos de maior rentabilidade.

Assim é de consenso entre os diversos autores, a importância deste indicador, como forma de crescimento sustentado e criação de valor nas empresas, obrigando a que todos se centrem no facto de que só se contribui para a maximização da riqueza dos acionistas se existirem lucros económicos puros e ao mesmo tempo, explicitando melhor o capital empregue para produzir os lucros gerados (Martins, 2004). Assim “uma empresa que centre a sua atenção apenas nos lucros, reduz de facto, a longo prazo, o seu valor” (Teixeira, 1998:114) Desta forma, com a análise do EVA a empresa toma conhecimento das suas possibilidades para agregar valor, tal como os elementos destruidores de valor. Para além de que externamente, passa a imagem de uma empresa voltada para a criação de valor, preocupada com o capital investido, podendo desta forma incrementar o interesse dos investidores (Revista Catarinense da Ciência Contábil, 2006). “Assim, será importante que o EVA passe a fazer parte das “ferramentas” de todas as empresas, uma vez que este indicador lhes permitirá ver claramente a relação, entre as decisões estratégicas de nível operacional e de investimento, bem como a avaliação retrospectiva da performance alcançada” (Jornal de Negócios, Out. 2000).

### 2.3.1 Elementos que compõem o cálculo do EVA:

Habitualmente as empresas não têm à sua disposição recursos próprios suficientes para fazer face aos seus investimentos/atividade e por isso necessitam de recursos de terceiros. Diante desta questão estamos em condições de analisar a forma de cálculo deste indicador de excelência. Para Neves (2011) o EVA é uma medida de avaliação da *performance* empresarial económica e financeira, sendo apurado através da diferença de duas grandezas: Resultado Operacional líquido de impostos (**RO\*(1-t)**) e Custo dos Capitais Investidos (**Km\*CI**), sugerindo a seguinte fórmula de cálculo:

$$\text{EVA} = \text{RO}*(1-t) - \text{Km}*CI$$

#### 2.3.1.1 Resultados Operacionais (RO \* (1-t))

O conceito de rentabilidade está diretamente associado à capacidade da atividade de gerar lucros suficientes para rentabilizar os investimentos efetuados mediante uma taxa desejada (Brealey e Myers, 1998). No entanto (Neves, 2012) coloca uma questão fundamental: *Que lucros devemos ter em consideração para avaliar a rentabilidade da empresa?*

A opção da utilização dos Resultados Operacionais líquidos de impostos, permite aos gestores gerir as várias unidades de negócio da empresa, individualmente, possibilitando desta forma averiguar quais os segmentos/atividades que não estão a criar valor. Como sabemos por vezes os resultados da empresa não são feitos com a exploração/atividade, o que contradiz o conceito de objetivo das empresas. De forma a salvaguardar o facto de as empresas não gerarem resultados pela atividade, o cálculo do EVA é feito com base nos resultados operacionais, sem alavancagem financeira. No entanto, a análise do EVA a partir dos resultados operacionais líquidos de impostos é considerada demasiado simplista porque pode haver resultados extraordinários e proveitos financeiros de aplicações de capital. Deste modo serão utilizados os resultados líquidos sem alavancagem financeira (RLSAF) (Neves, 2011).

$$\begin{aligned} & \text{RLSAF} \\ & \text{RL} + \text{DF} * (1-t_e) \\ & \text{ou} \\ & (\text{RO} + \text{PF} + \text{RE}) * (1-t_e) \end{aligned}$$

RL – Resultado Líquido

DF – Despesas financeiras consideradas como juros e custos similares

RO – Resultados Operacionais

PF – Proveitos financeiros deduzidos de perdas financeiras em participações de capital

RE – Resultados extraordinários

### 2.3.1.2 Custo do Capital - Custo médio do Capital \* Capital total investido - (Km\*CI)

A segunda parte da equação, custo do capital, que representa a taxa mínima de rentabilidade exigida pelos investidores, ou seja, o retorno exigido pelos ativos que constituem a empresa, apresenta um fator inovador ao não contemplar apenas o custo do capital alheio (custos financeiros), mas também o custo da remuneração exigida pelo acionista (capital próprio). As empresas para fazerem face aos seus investimentos têm à sua disposição recursos próprios e recursos de terceiros, a combinação do capital próprio com o capital alheio formam a estrutura de capital da empresa.

O custo do capital próprio representa a taxa de retorno exigida pelos acionistas pelo montante de capital disponibilizado na empresa. Este é um elemento difícil de aferir, na medida em que não existe uma forma de se identificar diretamente o retorno exigido pelos acionistas. Neves (2002) refere que pode ser calculado através do Capital Asset Pricing Model – CAPM, para as empresas cotadas em bolsa (Ross et al, 2002) e para as restantes, o custo do capital próprio poderá ser determinado através da rentabilidade média dos Capitais Próprios do setor de atividade ou, de forma mais simples, adicionando um prémio de risco sobre o custo de financiamento bancário da empresa.

Existem estudos com médias aritméticas que situam este prémio de risco, no entanto, na ausência destes dados, o prémio de risco de mercado para Portugal, considerando as características dos mercados financeiros, é de 5% (Rodrigues, 2010). No que diz respeito ao custo das fontes de financiamento alheias, que representa a taxa de retorno exigida pelos credores, como forma de compensação dos recursos colocados à disposição da empresa, a sua forma de mensuração é mais fácil de aferir, uma vez que podem ser consideradas determinísticas, pois as condições de remuneração são estabelecidas nos contratos de empréstimos (Rodrigues, 2010), ou seja, podem ser determinadas tendo por base as taxas negociadas com as instituições financeiras (Neves, 2002).

“Do ponto de vista da empresa, o capital próprio representa um custo mais elevado que o capital alheio por três razões (Esperança e Matias 2005:234):

1. O capital alheio assume prioridade na captação dos excedentes gerados pela empresa;
2. A remuneração do capital alheio – juros - é aceite como um custo para efeitos fiscais, reduzindo a carga fiscal da empresa e, em consequência, o custo efetivo do capital alheio;

3. A existência de dívida na estrutura de capital aumenta a volatilidade dos resultados esperados.”

Assim o capital total investido corresponde ao investimento realizado pelos credores e pelos acionistas, tendo em atenção que se deve expurgar o passivo não remunerado para que o financiamento seja apenas de capital alheio e próprio remunerado. Havendo duas formas distintas de investimento na empresa, existe a necessidade de ponderar o custo do capital próprio e do capital alheio. Referimo-nos assim ao custo médio ponderado de capital (WACC), que representa as fontes de financiamento da empresa devidamente ponderadas pelo investimento total realizado num determinado período, ou seja, engloba o custo do capital alheio corrigido das poupanças fiscais e o custo do capital próprio que evidencia a taxa de retorno que os proprietários esperam obter para serem compensados do risco (Teixeira, 2008).

$$\text{WACC} = \frac{\text{CP}}{\text{P} + \text{CP}} * \text{RCP} + \frac{\text{P}}{\text{P} + \text{CP}} * \text{RP} * (1 - t)$$

CP – Capital Próprio

P – Passivo

RCP – Rendibilidade do capital próprio

RP – Rendibilidade do Passivo

t - Taxa de imposto

Para concluir, o “custo médio ponderado de capital é definido como a média ponderada dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa” (Damodaram, 1997:77), ficamos assim a conhecer quem está a beneficiar com a criação do valor, os acionistas ou os credores. O custo do capital, sendo um custo, será sempre minimizado ao máximo, até ao limite de não prejudicar a atividade da empresa e consequentemente, maximizar o EVA.

Neste sentido é fundamental priorizar a quantidade a ser utilizada de capital próprio e de capitais alheios, em função do seu custo, pois é esta a questão central da estrutura de capitais. Segundo Young (2003), os principais fatores a ter em consideração na escolha das fontes de capital são os seguintes: Benefício fiscal, proveniente do pagamento de juros, e Custos de insolvência, quando a empresa está excessivamente endividada. Estes são considerados os principais fatores a ter em conta, reforçado pela crítica de Esperança e Matias (2005-213) à constatação de Franco Modigliani e Merton (1958) de que o valor da empresa não é “abalado” pela forma com os ativos são financiados (capital alheio ou capital próprio), ou seja, a forma como as empresas se financiam é irrelevante. No entanto sabemos que a utilização de capital alheio é gerador de impostos, que são dedutíveis fiscalmente, enquanto que o custo do capital próprio não o é, o que faz com que esta escolha não seja irrelevante. Neste sentido, a escolha da estrutura de capitais é importante, podendo potenciar a criação de valor na empresa.

Da análise dos dois elementos que compõem o EVA, é possível afirmar que a rendibilidade deverá ser gerada na exploração/atividade da empresa, e que a escolha de uma estrutura de capitais adequada são essenciais para a criação de valor. Assim o sucesso de uma empresa depende diretamente da sua capacidade de alcançar uma elevada rendibilidade, assente numa estrutura de capitais equilibrada, que assegure o financiamento da atividade e o cumprimento das suas obrigações no médio e longo prazo (Freire, 1998).

Para Pinho (2005:314) O EVA “é uma medida de avaliação do desempenho financeiro da empresa que procura medir o valor criado pela gestão”. Este autor apresenta a sua visão sobre o EVA de uma forma muito simples, salientando que parte da informação necessária para o cálculo do EVA está no balanço e na demonstração dos resultados, sugerindo que o EVA é apurado pela diferença entre o resultado gerado e o custo do capital.

$$\begin{aligned} &\text{EVA} \\ &(\text{RODI} - C * \text{WACC}) \\ &\text{ou} \\ &(\text{RODI}/C - \text{WACC}) * C \end{aligned}$$

O primeiro passo será então o cálculo do resultado operacional depois de impostos (RODI), facilmente identificado na demonstração de resultados:

### RODI

$$\begin{aligned} &\text{Resultado operacional – impostos} \\ &\text{Resultado operacional} * (1 - \text{taxa de imposto}) \end{aligned}$$

Posteriormente é necessário calcular o “C”, ou seja, representa o montante de financiamento indispensável às operações da empresa.

### CAPITAL

$$\text{Total das fontes de financiamento – Passivo não Oneroso}$$

O último passo para o apuramento do EVA, é a determinação da média ponderada do custo do capital (WACC).

### WACC

$$\frac{CP}{(P+CP)} * RCP + \frac{P}{(P+CP)} * RP * (1-t)$$

CP – Capital Próprio

P – Passivo

RCP – Rendibilidade do capital próprio

RP – Rendibilidade do Passivo

t- Taxa de imposto

#### 2.3.2 Ajustamentos contabilísticos para implementação do EVA

Para Stern (1991) existem ajustamentos a fazer às peças contabilísticas, para que a *performance* económica-financeira não seja distorcida. Na sua obra de referência “The Quest for value”, aconselham 120 ajustamentos às peças contabilísticas para se poder obter a correta medida do capital a utilizar no cálculo do EVA. No entanto estes autores revelam que na prática estes ajustamentos não ultrapassam a dezena, devendo satisfazer os seguintes critérios: Ser materialmente relevante no valor do EVA; Existência de informação adequada para a realização dos ajustamentos; Ter influência no comportamento dos gestores que gerem o capital cedido; e Simplicidade e reconhecimento junto dos analistas.

Autores, como Young (1999), Bauman (1999), Neves (2002) e Desai e Ferri (2006) desvalorizam os ajustes na medida em que são subjetivos, não são relevantes para as empresas e por vezes estes ajustes compensam-se, pelo que será mais fácil a utilização das demonstrações financeiras que sigam os princípios contabilísticos geralmente aceites. Deve-se ainda salientar que, quer pelo número de ajustes propostos por Stern Stewart (1991), quer pela sua complexidade e extensão e ainda analisados numa relação de custo/benefício, se justifica em nosso entender, o defendido pelos outros autores.

#### 2.3.3 Análise de sensibilidade

A previsão do futuro, num contexto organizacional em permanente mudança, é um dos maiores desafios e necessidade do gestor dos nossos dias. Nesses sentido, há uma tendência cada vez maior de se encontrar métodos que nos indiquem tendências para a ocorrência de factos e a análise de sensibilidade é de acordo com Sanches et al (2008), um enfoque prático para tratar o problema das incertezas. “A análise de sensibilidade é a simulação feita com as variáveis que mais diretamente interferem nos resultados da empresa” (Tófoli, 2008:130). Ou seja, a análise de sensibilidade faz-se simulando a variação de diferentes variáveis, que relativamente ao futuro, apresentam um maior grau de incerteza.

Assim, para se medir a sensibilidade do valor do indicador que pretendemos analisar o impacto, terá de se fazer variar isoladamente, cada variável, mantendo-se constantes, os outros parâmetros. Esta análise pode ser fundamental, no apoio ao gestor, para a tomada de decisão. Genericamente, pode afirmar-se que é benéfico para um gestor, conhecer o grau de variabilidade do resultado de um indicador face às alterações nas



variáveis mais relevantes para essa análise. Clark (2006) afirma que a análise de sensibilidade é utilizada para determinar a sensibilidade dos resultados sempre que se alterem os pressupostos iniciais.

Nesse sentido, e perante a evidente necessidade de se medir, analisar e avaliar a criação ou destruição de valor, consideramos que, uma organização, que utilize o EVA, tem toda a vantagem em determinar as variáveis que apresentam um maior grau de incerteza, quanto ao seu comportamento no futuro e efetue a análise de sensibilidade. Variando individualmente cada uma delas, consegue perceber o impacto que essas variáveis têm no valor criado, ou na sua destruição.

### 3 METODOLOGIA

Neste ponto será exposta a metodologia adotada, os procedimentos da recolha dos dados, bem como limitações da metodologia escolhida. Assim este estudo será desenvolvido com base na metodologia qualitativa, como forma de abordagem do problema, resultante da recolha direta de dados e do contacto direto com a realidade a ser estudada, utilizando o estudo de caso, como procedimento técnico (Silva e Menezes, 2001). Estudo de caso, de acordo com Smith (2003:134) é uma “investigação, geralmente, confinada a uma única unidade de análise, que pode ser um único departamento, empresa, setor ou mesmo país.” Neste caso, iremos analisar uma única empresa a “Navios & Companhia” doravante designada por N&C. Para McQueen e Knussen, (2002:12) “Desenvolver uma investigação estudo de caso requer muita perícia, muita experiência da parte do investigador, paciência infinita, vontade de se envolver e muito tempo.”

“O investigador está preocupado com uma compreensão absoluta e ampla do fenómeno em estudo. Ele observa, descreve, interpreta e aprecia o meio e o fenómeno tal como se apresenta, sem procurar controlá-los. O objetivo desta abordagem de investigação utilizada para o desenvolvimento do conhecimento é descrever ou interpretar, mais do que avaliar. ... “ (Freixo, 2010:146), assim será utilizado o estudo de caso de forma exploratória, que permite uma maior familiaridade com o objeto de estudo. (Gil, 2002).

O estudo de um caso único, possibilita uma análise mais profunda do objeto, mas por outro lado, é criticado uma vez que apresenta as seguintes limitações de acordo com Yin (1994):

- 1) Falta de rigor na investigação do estudo do caso;
- 2) No ensino os materiais do estudo do caso podem ser alterados deliberadamente, para demonstrar um ponto específico mais eficazmente, na investigação é totalmente proibido este tipo de ação.
- 3) Os preceitos na conduta das experiências, o planeamento dos questionários para vigilâncias ou conduzir investigações históricas, são esquecidos;
- 4) O fornecimento de poucas bases para a generalização científica;
- 5) Os estudos de caso são longos e resultam de documentos maciços e difíceis de ler.

Do ponto de vista dos procedimentos técnicos será desenvolvido um levantamento bibliográfico e estudo de caso, envolvendo análises das demonstrações financeiras referentes aos anos de 2010, 2011, 2012 e *forecast* para 2013, para que seja satisfeita a questão de investigação, Resultados positivos são sinónimo de criação de valor?

### 4 ESTUDO DE CASO

#### 4.1 CARACTERIZAÇÃO DA ORGANIZAÇÃO E DO NEGÓCIO

De acordo com o seu site a Navios e Companhia, S.A.<sup>1</sup> (N&C), detida pela Navios Portugal SGPS, SA foi constituída em 20 de Dezembro de 2005. A sua sede está localizada na Avenida do Rio Tejo, Setúbal. A N&C opera na área portuária, prestando um leque alargado de serviços, a movimentação de cargas nos portos, compreendendo as atividades de estiva, desestiva, conferência, carga, descarga, transbordo, movimentação e arrumação de mercadorias em cais, terraplenos, terminais e parque, formação e decomposição de unidades de carga, receção, armazenagem e expedição de mercadorias, bem como a gestão de terminais portuários e a prestação de todo o tipo de serviços às atividades mencionadas.

Como investidor, o Grupo N&C têm uma atenção especial na geração de valor acrescentado perseguindo os seguintes objetivos:

---

<sup>1</sup> N&C, nome fictício da empresa, embora os números analisados sejam reais.

- Gestão de uma carteira diversificada de atividades, capitalizada no momento, sobre as competências do Grupo e know-how na área dos produtos de agricultura, química, nutrição animal, serviços logísticos e de energias renováveis;
- Dando uma prioridade ao mercado ibérico, sem excluir outros mercados com fortes potencialidades para alguns negócios;
- O desenvolvimento de vantagens competitivas sustentáveis através da aquisição de uma posição de liderança ou através da exploração de nichos de mercado;
- Selecionando sectores de mercado com potencial de crescimento.

A N&C, apoia a sua gestão na informação contabilística. Para isso, numa atitude estratégica, elabora o plano estratégico e em termos de curto prazo, apresenta o orçamento anual a partir do qual define as políticas que anualmente lhe permitem atingir os objetivos estratégicos. Mensalmente elabora o Balanço e a Demonstração dos Resultados que lhe permitem apurar desvios, comparando o real com o previsto e se necessário, tomar medidas corretivas, definidas temporalmente. Com a informação contabilística calcula os indicadores selecionados pela gestão, que são apresentados todos os meses, no *Tableau de Bord*. Como já afirmamos, a N&C, tem entre outros, o objetivo de gerar valor e por isso, considerou-se importante evidenciar, junto da gestão, as vantagens da inclusão do EVA, no *Tableau de Bord* da empresa, face à capacidade que este indicador tem de medir a criação de valor.

## **4.2- DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, AO CÁLCULO DO EVA**

Face às suas características, o EVA é um indicador que exprime a rentabilidade real de uma empresa, ou seja, quantifica a sua criação de valor e permite proporcionar informação económica e financeira, ponderando todos os fatores que contribuíram para essa criação de valor. Mas criar valor é um processo dinâmico e como tal, consequência e reflexo das constantes alterações organizacionais e contextuais, cabendo à gestão de cada organização a decisão sobre a opção dos indicadores que a mede e lhes permite atuar e tomar as medidas corretivas adequadas. Na empresa onde vamos efetuar o nosso estudo de caso, a N&C, o indicador selecionado para análise e avaliação da criação de valor, foi o EVA. Por um lado, porque esse indicador permite ter uma visão integrada da *performance* da empresa e por outro, pela necessidade identificada, na atual conjuntura, de se efetuar uma gestão baseada no valor.

Dado que a rentabilidade de uma empresa deve ser gerada na sua atividade de exploração e que um gestor é confrontado com múltiplas decisões a nível operacional, mas também de carácter financeiro, espera-se, neste estudo, completar e enriquecer as ferramentas necessárias à gestão da N&C. Por um lado, pela determinação do valor criado, através do cálculo do EVA e por outro, através da análise de sensibilidade efetuada a diferentes variáveis consideradas determinantes na atividade da empresa. Com isso, pretende-se evidenciar a variabilidade da criação de valor face a alterações, fundamentalmente, ao nível do Resultado Operacional, que é parte integrante do indicador EVA.

Assim, partindo da nossa questão de investigação e que é, saber se Resultados positivos implicam criação de valor, é propósito deste estudo averiguar, na N&C, através do cálculo do EVA, se resultados positivos são sinónimo de criação de valor. Assim sendo, propõe-se analisar as demonstrações financeiras dos exercícios económicos de 2010 a 2013 (sendo este último a estimativa revista em Setembro), e calcular o valor do EVA. Não serão analisadas as demonstrações financeiras anteriores a 2010, por não serem comparáveis, uma vez que para o serem, teriam de ser feitos todos os ajustamentos ao normativo aplicável à data de 31 de Dezembro de 2010.

Sintetizando, para além do cálculo do valor criado, é pretensão também deste estudo, perceber e evidenciar quais os fatores, que na empresa estudada, são mais sensíveis e levam a uma maior ou menor criação de valor ou mesmo, à sua destruição. Nesta análise será dada mais ênfase à parte económica (Resultado Operacional), uma vez que a gestão da componente financeira deste indicador, na N&C, não é uma decisão da gestão, mas sim do acionista.

### **4.2.1 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS**

A análise financeira para fornecer informação de apoio à gestão, necessita de dados organizados, assumindo as demonstrações financeiras um papel primordial de apoio ao cálculo de indicadores e logo, à gestão da organização. Desta forma e em sentido amplo “demonstrações financeiras são compilações de dados financeiros, económicos e monetários, apresentados segundo uma dada forma (estrutura), com determinados objetivos de informação para os seus leitores” (Pinho, 2012:26). Assim as demonstrações financeiras têm como finalidade, proporcionar informação sobre a posição financeira (balanço), do desempenho (demonstração dos resultados) e eventuais alterações da posição financeira (demonstração dos fluxos de caixa) (Silva, 2007).

O referencial contabilístico de preparação das demonstrações financeiras da sociedade N&C, enquadra-se nas disposições em vigor em Portugal, vertidos no Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, e de acordo com a estrutura conceptual, normas contabilísticas e de relato financeiro e normas interpretativas consignadas, respetivamente, nos avisos 15652/2009, 15655/2009 e 15653/2009, de 27 de Agosto de 2009.

O Decreto-Lei 558/99, de 17 de Dezembro, estabelece que o regime do setor empresarial do Estado, e que é aplicável às empresas privadas concessionárias de serviços públicos, estabelece que as empresas ficam sujeitas a controlo financeiro destinado a averiguar da legalidade, económica, eficiência e eficácia da sua gestão, devendo adotar procedimentos de controlo interno adequados a garantir a fiabilidade das contas e demais informação financeira. Por outro lado, a Lei de Organização e Processo do Tribunal de Contas estabelece, na alínea f) do nº 2 do artigo 2º, que também estão sujeitas aos poderes de controlo financeiro do Tribunal de Contas as empresas concessionárias ou gestoras de serviços públicos, ficando as suas contas sujeitas a fiscalização sucessiva por parte do Tribunal de Contas. Para o efeito as empresas concessionárias de serviço público estão sujeitas á elaboração e prestação de contas, as quais serão prestadas por anos económicos e elaboradas pelos responsáveis da respetiva gerência.

A análise a efetuar com base nas demonstrações financeiras da N&C tem como finalidade validar se a existência de resultados positivos é condição para se afirmar que a empresa criou valor, desta forma reforça-se mais uma vez a pertinência do apuramento do EVA, questão fundamental para a sobrevivência e expansão da empresa. Tal como refere Neves, 2012:85, relativamente à criação de valor, “A razão de ser da empresa”.

Deve ser realçado, que o trabalho com documentos contabilísticos têm algumas limitações, como por exemplo, o resultado líquido contempla o valor das amortizações e depreciações, que não são fluxos financeiros e os valores apresentados são ao custo histórico. No entanto as peças contabilísticas são aceites universalmente como base de gestão empresarial, devido à normalização contabilística existente, refletindo assim resultados comparáveis. Para além da prestação de contas anuais, a empresa em estudo faz o acompanhamento/controlo mensal da sua atividade e acompanhamento do orçamento através de indicadores económicos e financeiros retirados diretamente das demonstrações financeiras (rendibilidade, tesouraria, risco) para além dos indicadores de atividade operacional (horas operação, horas de paragem...). Assim no controlo da evolução económica e financeira utilizam-se indicadores como o ROI e EBITDA, entre outros que são calculados com base na demonstração de resultados e no balanço, de forma a dar uma imagem do retorno do investimento e da sua situação financeira, mas que não consideram o custo do capital investido. Utilizando o ROI pretende-se apurar até que ponto a atividade global da empresa tem capacidade para remunerar o investimento necessário para a sua continuidade, assim o objetivo passa pela avaliação do modo como a atividade gera lucros, para remunerar o investimento realizado. A empresa considera este indicador extremamente importante, porque representa o lucro gerado pelo negócio (não devemos incluir os custos de financiamento nem as eventuais poupanças fiscais daí decorrentes) face aos capitais investidos na atividade, permitindo ao gestor identificar o retorno do investimento efetuado. No entanto este indicador apresenta uma limitação pois representa apenas o retorno do investimento sem considerar a remuneração exigida pelos investidores. É neste sentido, e de forma a enriquecer um conjunto de procedimentos de qualidade já existentes que se propõe o cálculo do EVA de forma a garantir ao investidor uma imagem real da capacidade de criação de valor da atividade em que investe, permitindo uma avaliação mais sólida que as outras métricas.

#### **4.2.2 - CALCULO DO EVA**

Existem diferentes formas de calcular o EVA, todavia, neste estudo, iremos trabalhar sempre com a abordagem proposta por Neves (2011). De forma a simplificar o cálculo do EVA, será construído o balanço funcional, para identificar o equilíbrio funcional das origens e aplicações da N&C. De salientar que segundo

Young (2003), a vantagem competitiva das empresas na criação de valor reside no esforço de que os retornos dos ativos sejam superiores ao custo do capital, quer seja ele próprio ou alheio, estando portanto no lado esquerdo do balanço a real valorização da empresa.

Tendo como ponto de partida a contabilidade, como já referido anteriormente, é necessário elaborar o balanço funcional de forma a evidenciar como a N&C obtém e investe os seus recursos financeiros, para além de que o Balanço Contabilístico têm uma estrutura mais adequada para a análise financeira (Neves, 2012), o que facilita a determinação dos capitais totais investidos.

**Tabela nº4 – Balanço funcional**

<b>Balanço Funcional</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Activo</b>	<b>5.016.758</b>	<b>5.491.420</b>	<b>5.429.378</b>	<b>4.851.340</b>	<b>4.346.021</b>
Activo Fixo	5.016.758	5.491.420	5.429.378	4.851.340	4.346.021
Activo cíclico:					
Existências	16.305	22.730	13.168	4.984	5.000
Clientes	990.937	1.012.279	879.394	1.179.819	900.000
Estado	0	565	43.484	0	0
Custos diferidos	7.146	4.978	38.343	38.875	50.000
Activo Cíclico	1.014.388	1.040.552	974.389	1.223.678	955.000
Tesouraria activa:					
Caixa, bancos e títulos negociáveis disponíveis	1.176	50.666	219.415	29.842	15.000
Outros activos financeiros	514.672	431.004	1.194.179	2.627.134	2.825.000
<b>Activo total</b>	<b>6.546.994</b>	<b>7.013.642</b>	<b>7.817.361</b>	<b>8.731.994</b>	<b>8.141.021</b>
<b>Passivo e Capital Próprio</b>					
Capital próprio	3.306.352	3.450.782	4.154.544	4.316.896	4.517.500
Equivalentes a capital próprio:					
Provisões para riscos e encargos					
Proveitos diferidos					
Impostos diferidos	17.552	14.042	10.532	7.021	7.021
Capital próprio ajustado	3.323.904	3.464.824	4.165.076	4.323.917	4.524.521
Dívidas a médio/longo prazo	44.021	966.433	386.425	1.240.253	809.000
Passivo cíclico:					
Fornecedores de exploração	498.950	635.203	816.138	734.940	700.000
Adiantamento a clientes					
Estado	56.047	22.383	24.729	98.666	100.215
Outros devedores de exploração					
Acréscimo de custos					
Passivo cíclico	554.997	657.586	840.867	833.606	800.215
Tesouraria passiva	2.624.072	1.924.799	2.424.993	2.334.218	2.007.285
<b>Capital próprio e alheio</b>	<b>6.546.994</b>	<b>7.013.642</b>	<b>7.817.361</b>	<b>8.731.994</b>	<b>8.141.021</b>

Adaptado de Neves (2011)

Nas diferentes fases para determinar o EVA, e após determinação do Balanço, torna-se necessário a determinação dos Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira (RLSAF). Para tal vai ser elaborada uma Demonstração dos Resultados de forma a simplificar o cálculo do RLSAF.

**Tabela nº5 – Demonstração de resultados**

<b>Demonstração de Resultados</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Volume de negócios	4.837.703	7.514.845	5.321.524	5.484.502
Resultado operacional	337.330	1.069.934	290.346	359.498
Proveitos financeiros e outros rendimentos de capital	17	67.110	130.413	156.287
Juros e custos similares	125.158	167.270	186.929	174.287
Resultados correntes	212.189	969.774	233.830	341.498
Resultados extraordinários				
Resultados antes de impostos	212.189	969.774	233.830	341.498
Impostos sobre lucros	67.759	266.013	71.480	90.498
<b>Resultados Líquidos</b>	<b>144.430</b>	<b>703.761</b>	<b>162.350</b>	<b>251.000</b>

Adaptado de Neves (2011)

Depois de identificado o **resultado operacional**, torna-se necessário apurar os Proveitos Financeiros e os Custos Financeiros, como condição necessária para o apuramento dos Resultados Correntes. Não havendo rubricas extraordinárias chega-se ao apuramento dos resultados Líquidos, demonstração fundamental para se compreender o cálculo do RLSAF.

**Tabela nº6 – Cálculo dos resultados líquidos sem alavancagem financeira****Cálculo dos Resultados Líquidos sem Alavancagem Financeira**

<b>Cálculo do RLSAF</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Taxa efectiva de imposto sobre lucros (imposto sobre luc	31,9%	27,4%	30,6%	26,5%
Resultado antes de juros e impostos	337.347	1.137.044	420.759	515.785
<b>RLSAF=(RO+PF+RE)*(1-t)</b>	<b>229.621</b>	<b>825.148</b>	<b>292.136</b>	<b>379.100</b>
<b>RLSAF=RL+EF*(1-t)</b>	<b>229.621</b>	<b>825.148</b>	<b>292.136</b>	<b>379.100</b>

Adaptado de Neves (2011)

Os RLSAF foram calculados através da soma dos resultados operacionais com os rendimentos financeiros, corrigidos do efeito fiscal. Os proveitos financeiros não são retirados porque estes são gerados pela atividade (a atividade teve capacidade para gerar disponibilidades para aplicação), fazendo desta forma parte dos resultados operacionais. Assim observa-se que relativamente ao Resultado Líquido apurado na Demonstração de Resultados, um aumento positivo nos resultados, proveniente do efeito financeiro. Assim, e referindo o que foi dito, a 1ª parte da equação do EVA, o Resultado Operacional Líquido, está explicado. Segue-se o cálculo dos Capitais Totais Investidos e o custo médio ponderado do capital (WACC), para que a 2ª parte da equação do EVA também seja exemplificada.

**Capitais totais Investidos**

Os capitais investidos na N&C são constituídos pelo Capital Próprio, dívidas de médio e longo prazo e tesouraria passiva.

**Tabela nº7 – Capitais totais investidos**

<b>Capitais Totais Investidos</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Capital próprio ajustado	3.464.824	4.165.076	4.323.917	4.524.521
Dívida médio/longo prazo	966.433	386.425	1.240.253	809.000
Tesouraria Passiva	1.924.799	2.424.993	2.334.218	2.007.285
<b>Capitais totais investidos</b>	<b>6.356.056</b>	<b>6.976.494</b>	<b>7.898.388</b>	<b>7.340.806</b>

Adaptado de Neves (2011)

Tendo o valor dos capitais investidos, é necessário identificar o WACC. Para efetivar este cálculo é necessário discriminar cinco fatores: taxa de imposto sobre os lucros efetiva, custo do capital próprio, custo do capital alheio, peso do capital próprio e peso do capital alheio, estes últimos calculados com base nos capitais totais investidos. A taxa de imposto efetiva foi determinada pela relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas, espelhado na demonstração dos resultados do período e o valor dos resultados antes de impostos (impostos sobre os lucros/resultado antes de impostos). O custo do capital próprio representa a remuneração exigida pelos investidores em função do capital investido (entradas em dinheiro e resultados não distribuídos e reinvestidos na empresa) e foi calculado tendo por base a real expectativa dos acionistas. Relativamente ao custo do capital alheio foi determinado através da relação dos gastos financeiros mencionados na demonstração dos resultados no final de cada período em análise, e o valor inicial da dívida (Dívida de médio e longo prazo e Tesouraria Passiva) em cada exercício económico.

**Tabela nº8 – WACC**

<b>Custo do capital</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Custo do capital próprio - CCP	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Peso do capital próprio no financiamento PCP	55,47%	54,51%	59,70%	54,74%
Custo do capital alheio CCA	4,69%	5,79%	6,65%	4,88%
Peso do capital alheio no financiamento PCA	44,53%	45,49%	40,30%	45,26%
Taxa de Irc	31,9%	27,4%	30,6%	26,5%
<b>Custo do Capital (CCP*PCC+CCA*(1-TX IRS)*PCA)</b>	<b>6,97%</b>	<b>7,36%</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,10%</b>

Adaptado de Neves (2011)

Face aos cálculos efetuados, estamos agora em condições de apresentar o valor criado pela N&C ao longo destes três últimos anos, apresentando também aqui o cálculo do EVA através do resultado líquido.

## Tabela nº9 – Análise do EVA

### Análise do EVA

<b>Cálculo do EVA</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Capitais investidos	6.356.056	6.976.494	7.898.388	7.340.806
Rendibilidade dos capitais investidos (RCI)	3,83%	12,98%	4,19%	4,80%
Custo médio do capital:				
Custo do capital próprio	10%	10%	10%	10%
Custo do capital alheio	4,69%	5,79%	6,65%	4,88%
Custo médio do capital	6,97%	7,36%	7,83%	7,10%
Spread (ou amplitude das taxas)	-3,1%	5,6%	-3,6%	-2,3%
EVA (valor económico acrescentado)	<b>-187.960</b>	<b>357.279</b>	<b>-254.158</b>	<b>-181.392</b>

### Cálculo do EVA a partir dos Resultados Líquidos

<b>EVA</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Resultado líquido	144.430	703.761	162.350	251.000
Capital Próprio	3.323.904	3.464.824	4.165.076	4.323.917
Custo do capital próprio	332.390	346.482	416.508	432.392
EVA	<b>-187.960</b>	<b>357.279</b>	<b>-254.158</b>	<b>-181.392</b>

Adaptado de Neves (2011)

Assim, de acordo com o quadro anterior, podemos constatar a capacidade de criação de valor da N&C, ao longo dos períodos em análise.

No ano de 2010 a N&C teve 144 430€ de resultado líquido do exercício, que no entanto gerou destruição de valor no montante de 187 960€, consequência do custo do capital próprio (332 390€) ser superior ao resultado líquido do exercício. Assim, dito de outra forma, a rendibilidade dos capitais investidos (3,83%) é inferior ao custo médio ponderado do capital (6,97%), existindo assim um *spread* negativo de 3,1%. Desta forma a atividade gerou 229 621€, não sendo suficiente para suportar o custo do capital (417 581€).

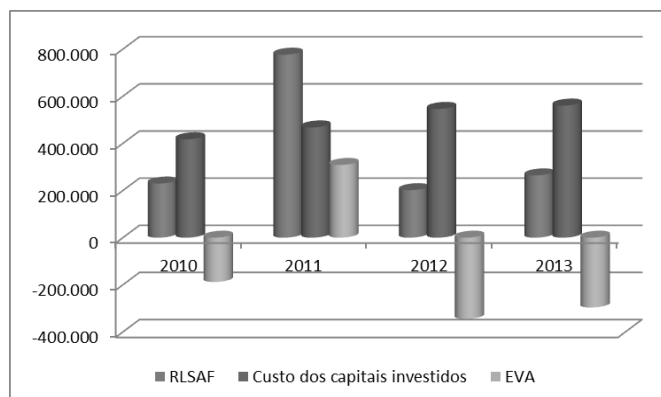
Em 2011, fruto das quantidades movimentadas, o resultado líquido “disparou” para 703 761€, a contrapor com o custo do capital no valor de 467 870€. Sendo a taxa de rendibilidade dos capitais investidos (12,98%) superior ao custo médio ponderado do capital (7,36%). Pode-se assim afirmar que a empresa gerou valor para o acionista no montante de 357 279€, sendo o contributo da atividade de 825 148€.

No ano de 2012, as quantidades operadas diminuíram 41,6%, o que se traduziu num resultado líquido de 162 350€ e consequentemente a destruição de valor de 254 158€. Como o ano de 2011 foi muito bom, teve reflexo no aumento do custo do capital próprio de 2012, assim a rendibilidade dos capitais investidos é de 4,19%, enquanto que o custo médio ponderado do capital se situa nos 7,83%, o que representa uma amplitude entre as taxas de menos 3,6%. Neste ano são os dois elementos que constituem o EVA que contribuíram para a destruição de valor, ou seja, a atividade gerou 292 136€ que não foram suficientes para suportar o custo do capital (546 294€).

A perspetiva para o ano de 2013 é de aumento de atividade em relação a 2012, que se reflete no aumento dos resultados. Assim espera-se em 2013 um resultado líquido de 251 000€. No entanto, o resultado gerado será insuficiente para que exista criação de valor, uma vez que o custo médio ponderado do capital se situa nos 7,10% e a rendibilidade dos capitais investidos atinge apenas os 4,8%. Neste sentido houve uma diminuição entre as taxas de rendibilidade dos capitais investidos e o custo do capital em relação ao ano anterior, no entanto é insuficiente para que haja criação de valor. A atividade contribuirá com 379 100€ que não supera o valor dos capitais investidos (560 492€). Desta forma e apesar de 2013 apresentar um RL SAF razoável (379 100€) não será suficiente para suportar o custo dos capitais investidos, o que implica uma destruição de valor para o acionista no montante de 181 392€.

Assim sendo e face ao exposto, estamos em condições de afirmar que resultados positivos não são sinónimo de criação de valor, pois tem que haver conjugação entre o resultado gerado pela atividade e o custo dos capitais investidos. Apresentamos de seguida no gráfico 1, a evolução do EVA ao longo dos períodos em análise:

**Gráfico nº1 – Evolução do EVA de 2010 a 2013**



Fonte Própria.

No cálculo do WACC a rentabilidade dos capitais investidos, é calculada sempre em função dos capitais investidos do ano anterior, segundo Carvalho (2011), o que consideramos pertinente uma vez que o investimento inicial é que irá gerar resultados no ano.

Como nota final gostaríamos de referir algumas ações a desenvolver para melhorar o EVA e que são: Desinvestir em ativos cujo valor de alienação seja superior ao valor de rendimento; Eliminar custos operacionais que não permitam o crescimento dos resultados Reduzir o fundo de maneio, ou seja, modificando saldos médios de clientes, existências e fornecedores; Melhorar as margens; Eliminar projetos cuja taxa de rentabilidade seja inferior ao custo do capital; Modificar a estrutura do capital para aproximar à estrutura do ativo; Reduzir o risco operacional, flexibilizando a estrutura de custos; e Utilizar formas de financiamento adequadas. A utilização desta ferramenta para a N&C é de extrema importância, porque para além de fazer a monitorização da atividade, especialmente sensível a quantidades, permite o acompanhamento do retorno do capital investido, que representa valores consideráveis.

Partilhando da opinião de Young (1999:283) que afirma que “para a maioria das empresas, a premissa de ajuste zero é um ponto de partida lógica para decidir como o EVA será mensurado” consideramos que, face à realidade da empresa em estudo, os ajustes propostos, não são necessários.

#### 4.3 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A análise de sensibilidade, como já foi referido, é uma ferramenta de apoio à gestão que pode ser determinante na diminuição do risco das decisões de um gestor, porque permite, através de alterações em variáveis importantes para a empresa, verificar até que ponto se mantém ou se altera o valor inicialmente calculado para um indicador específico. Relativamente ao EVA e à empresa em estudo, serão criados três cenários, simulando a variação das variáveis que de acordo com o gestor e a nossa sensibilidade, constituem uma maior incerteza relativamente ao futuro. Em termos práticos, os três cenários que apresentamos de seguida, são aplicados no ano de 2012 e é nosso objetivo verificar qual o impacto no valor do EVA que se situa nos 254 158€ negativos, em cada uma das variáveis que é alterada.

##### Cenário I

Devido á forte política comercial, a N&C conseguiu angariar um novo cliente de agroalimentares e desta forma têm a perspetiva de aumentar as quantidades operadas no seu terminal de sólidos, dando origem a aumentos de faturação indicadas no quadro seguinte:

Tabela nº15 – Cenário I

Base	CENÁRIO I	S1	S2	S3	S4
2012	<b>Aumento Faturação (€)</b>	50.000	100.000	150.000	200.000
-254.158	<b>EVA (€)</b>	-237.421	-220.685	-203.949	-187.212
	<b>Variação EVA (€)</b>	16.736	33.473	50.209	66.945

Da angariação de um novo cliente verifica-se que o acréscimo de faturação é sempre benéfico, permitindo variações positivas, relativamente ao ano em análise que constitui a nossa base. Assim verifica-se que por cada 10 000€ de faturação existe uma variação positiva no EVA de 3 351€. No entanto, estas variações positivas não são suficientes para gerarem um EVA positivo. Mantendo todos os pressupostos de 2012, o que EVA só seria positivo se a faturação aumentar mais de 759 295€.

### Cenário II

Face ao cenário de crise que o nosso país atravessa, a N&C de acordo com a sua política de redução de custos, irá avaliar o impacto na redução de custos, nomeadamente a possibilidade de mudar de operadora de fornecimento de energia.

Tabela nº16 – Cenário II

Base	CENÁRIO II	S1	S2	S3	S4
2012	<b>Redução custos</b>	-0,5%	-1,0%	-1,5%	-2,0%
-254.158	<b>EVA (€)</b>	-236.692	-219.226	-201.760	-184.294
	<b>Variação EVA (€)</b>	17.466	34.932	52.398	69.864

Fonte Própria.

Relativamente ao cenário de redução de custos, verifica-se, como era esperado, que à medida que a percentagem de redução de custos aumenta, a variação entre o EVA base (-254 158€) e o novo EVA, também aumenta. Assim, para cada 0,1% de redução de custos o EVA aumenta 3 493€. Também neste cenário, a redução verificada no custo que variámos não é suficiente para colocar o EVA em valores com criação de riqueza. Para que o EVA seja zero (*break even*), ou seja, para que não haja destruição ou criação de valor, a redução de custos teria que se situar na casa dos 7,3%.

Comparando o cenário I com o cenário II, podemos afirmar que perante estas condições, o impacto maior sobre o EVA corresponde à redução de custos, uma vez que o EVA aumenta 17 466€ por cada 0,5% de redução de custos, enquanto que no aumento de faturação, o aumento é de 16 736€ por cada 50 000 toneladas.

### Cenário III

Um cliente propôs à N&C, um novo negócio (segmento) que comporta 200 000 toneladas. Este projeto permitirá a atracação de dois navios em simultâneo, para tal é necessário um investimento de 4 500 000€ totalmente financiado por capitais alheios. Pretende-se verificar a evolução do EVA perante este projeto e indagar a sua variação com o incremento de outras toneladas possíveis de obter.

Tabela nº17 – Cenário III

Base	CENÁRIO III	S1	S2	S3	S4
2012	<b>Toneladas</b>	200.000	300 000	400.000	500.000
-254.158	<b>EVA (€)</b>	-417.734	-267.107	-116.480	34.147
	<b>Variação EVA (€)</b>	-163.576	-12.949	137.678	288.305

Fonte Própria

Este cenário é bastante mais complexo que os anteriores. Apesar de fazermos apenas a simulação da variação das quantidades movimentadas pelo projeto, o modelo pode ser aproveitado para fazer outras simulações em função de quantidades pré determinadas, alterando o capital a investir, os anos de amortização do projeto e a taxa de financiamento.

O projeto proposto pelo cliente movimenta 200 000 toneladas e gera proveitos consideráveis, tendo em atenção o valor unitário de venda. Contudo este aumento de proveitos gera um acréscimo em dois tipos de custos. O aumento dos custos variáveis associados à operação de mais 200 000 toneladas, e por outro lado o aumento dos custos fixos, quer pelo aumento dos custos financeiros provenientes do financiamento de um



maior fundo de maneo, quer pela realização do investimento de 4 500 000€ que podem ser amortizados em 15 anos. Este facto introduz ainda o valor da amortização anual do investimento e os custos financeiros provenientes do financiamento do valor investido, que neste caso é integral. Ainda associado a este projeto prevê-se admitir 2 novos colaboradores (1 por turno), de forma a operar as toneladas aportadas pelo projeto.

Como se verifica, o EVA tem uma variação negativa inicial de 163 576€, o que indicia, a necessidade de reformulação do projeto. Neste caso vamos verificar a evolução do EVA em função do aumento das toneladas movimentadas e como se verifica, no quadro, a variação do EVA passa para valores favoráveis a partir de determinadas quantidades (400 000 toneladas), isto porque em termos de projeto já vai atenuado EVA negativo do ano de 2012, e assim sendo este projeto “paga-se” a si próprio com 308 597 toneladas. No entanto o EVA tornando-se positivo a partir de 477 330 toneladas donde se conclui, que o projeto para além de se financiar a si próprio, cria riqueza suficiente para amortizar a destruição de valor base (-254 158€). Assim da simulação deste cenário conclui-se:

1. O projeto paga-se a si próprio com 308 597 toneladas.
2. O projeto atinge o break even com 477 330 toneladas.
3. Com 500 000 toneladas já existe criação de valor para o acionista (34 147€).

## 5 CONCLUSÃO

Num universo empresarial cada vez mais diversificado e complexo, ter resultados positivos, pode não ser suficiente para que uma organização tenha continuidade no mercado, hoje, a criação de valor é um imperativo. Na sequência e a par da cada vez maior exigência de uma boa gestão das organizações, surge o reforço da necessidade de informação, atempada, credível e direcionada, para apoiar essa mesma gestão.

Neste contexto, a contabilidade é um sistema de informação privilegiado, não só pela sua análise direta, como e particularmente por possibilitar o cálculo de indicadores que com diferentes objetivos de medida, podem ajudar a encontrar a resposta adequada de que o gestor necessita. Ao nível dos indicadores financeiros existem vários que são usados regularmente e de forma consistente nas organizações. No que concerne ao cálculo e avaliação da criação de valor, salienta-se o *Economic Value Added*.

No sentido de responder à questão de investigação “Resultados positivos implicam criação de valor?”, este estudo, foi organizado em duas partes, uma dedicada à revisão de literatura e outra a um estudo de caso. A revisão de literatura foi efetuada no sentido de se conhecer a situação atual do tema na perspetiva de diferentes autores. Na segunda parte, o estudo de caso foi efetuado numa empresa de Setúbal no sentido de através da análise das suas demonstrações financeiras, e do cálculo do EVA, na perspetiva de Neves (2011), se verificar se ter resultado positivo, era garantia de que estava a criar valor. Foi demonstrado, na empresa em estudo, que resultados positivos não são sinónimo de criação de valor para o acionista. Ainda na mesma empresa, foi evidenciado, através da apresentação de três cenários, o impacto que os mesmos tinham no valor do EVA calculado. As variáveis estudadas, por se considerarem determinantes para a empresa, foram: O incremento de faturação, a redução dos custos energéticos/manutenção e a implementação de um novo projeto, decorrente de um novo cliente/negócio.

Constatou-se ainda que o EVA é um indicador de fácil aplicação na empresa e que por outro lado é de fácil entendimento. Para efetuar a análise de sensibilidade, foi criado um simulador, em excel, que permite responder com rapidez à variação de qualquer elemento que compõe a fórmula do EVA, permitindo ao gestor da empresa, dispor de mais uma ferramenta de apoio à tomada de decisão. Assim, considera-se que este estudo poderá por um lado, contribuir para a melhoria na qualidade da informação financeira na entidade estudada e por outro, alertar-la, para o facto de resultados líquidos positivos não gerarem necessariamente valor.

Como linhas futuras de investigação, considera-se importante, na N&C, face à sua estrutura de custos (variáveis e fixos), evidenciar, através da apresentação de outros cenários, da importância de se associar ao cálculo do EVA, o do ponto crítico das vendas, a margem de segurança e o grau de alavanca operacional, de modo a acrescentar à informação sobre a criação de valor, a do risco do negócio.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AECA, (1997). Princípios de Contabilidade de Gestão, Indicadores de Gestão para las Entidades Públicas, nº16.
- Albouy, M. (1999). Théorie des applications et limites de la mesure de la création de valeur. Revue française de gestion, Nº122, Paris.
- Anthony, N., Govindarajan, V. (2008). Sistemas de Controle Gerencial, 12ª Edição. Brasil: McGraw Hill
- Assaf Neto, A. (1997). A dinâmica das decisões financeiras. São Paulo; Cadernos de Estudos FEPECAFI. Avisos 15652/2009, 15655/2009 e 15653/2009, de 27 de Agosto de 2009.
- Basso, L., Lima, A. (2002). Análise de Processos de Gestão Voltados à Criação de Valor para o Accionista – Um Estudo de Caso do GVA- FGV/SP; 3º Encontro Ibero-Americano de Finanças e Sistemas de Informação – A Empresa do Século XXI: Finanças, Sistemas de Informação e Tecnologias.
- Bauman, M. (1999). Importance of reported book value in equity valuation, The Journal of Financial Statement Analysis.
- Batsch, L. (1999). Finance et Stratégie, Gestion, Economica, Paris.
- Brealey, R., Myers, Stewart (1998). Principios de Finanças Empresariais, 5ª edição; McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, Stewart, Marcus, A. (2001). Fundamentals of Corporate Finance. 3ª edição: McGraw-Hill.
- Caldeira, J. (2012). 100 indicadores da gestão. Coimbra: Actual Editora.
- Clarke K. A., (2006), *Practical Sensitivity Analysis*, em 10 outubro de 2013 em <https://www.rochester.edu/college/psc/clarke/Practical.pdf>
- Damodaran, A. (1997). Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.
- Damodaran, A. (2005), Valuation Approaches and Metrics. 8ª edição: John Wiley and Sons.
- Davidson, S. (1999). Community Banks and EVA. America's Community Banker, May, pp.36-37.
- Decreto-Lei nº 158/2009, de 13 de Julho.
- Decreto-Lei 558/99, de 17 de Dezembro.
- Desai, M., A. Ferri, Fabrizio, (2006). Understanding Economic Value Added; Harvard Business Review, Rev 11, Jul.
- Drucker, P. (1995). The Information Executives Truly Need. Harvard Business Review, 73 (1):54-62.
- Esperança, J., Matias, F. (2005). Finanças Empresariais: Dom Quixote.
- Freire, A. (1998). Estratégia – Sucesso em Portugal, Lisboa: Verbo.
- Freixo, M. (2010). Metodologia Científica, Fundamentos, Métodos e Técnicas. Lisboa: Instituto Piaget.
- Gaion, A. (2001), UNOPAR Cient., Ciênc. Juríd. Empres., Londrina, v. 2, n. 2.
- Gil, A. (2002). Como elaborar projectos de pesquisa, 4ª edição, São Paulo: Editora Atlas.
- [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S151970772003000300002&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S151970772003000300002&script=sci_arttext) (Setembro 2013).
- [http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/eva\\_e\\_mva\\_duas\\_medidas\\_de\\_avaliacao\\_de\\_performance.html](http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/eva_e_mva_duas_medidas_de_avaliacao_de_performance.html) (Outubro 2000).
- Kassai, J., Kassai, S., Santos, A., Assaf, N. (2000). Retorno do investimento: abordagem matemáticas e contábil do lucro empresarial. São Paulo: Atlas.
- Kennerley, M., Neely, A. (2003). Measuring performance in a changing business environment: International Journal of Operations & Production Management, 23 (2): 213-229.
- Jordan, H., Neves, J. C. e Rodrigues, J. A. (2002). O Controlo de Gestão – Ao Serviço da Estratégia e dos Gestores, 4ª Edição, Lisboa: Áreas Editora.
- Lebas, M. (1995). Performance Measurement and Performance Management, International Journal of Production Economics, 41 (1-3): 23-35.
- Martins, A. (2004). Introdução à Análise Financeira de Empresas. 2ª edição: Vida Económica.
- Mcqueen, R. e Knussen, C. (2002). Research Methods for Social Science, Pearson Education, Essex.
- Menezes, H. (1999). Princípios de Gestão Financeira: Editora Presença.
- Metano, T., Yamamoto, E. (2007). Why intellectual assets management is crucial. Managing, Intellectual Property, 172, 99-100.
- Mintzberg, H., Lampel, J. & Ahlstrand, B. (2000). Safári de Estratégia. Porto Alegre: Bookman.
- Neves, J. (2002). Avaliação de Empresas e Negócios. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal.
- Neves, J. (2011). Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa; 2ª edição: Texto Editores.
- Neves, J. (2012). Análise e Relato Financeiro – Uma visão integrada de gestão. 5. Ed. Lisboa: Texto Editora.
- Neely, A. (2002). Avaliação do desempenho das Empresas: Editora Caminho.
- Oliveira, L. M., Perez Jr, J. H., Silva, C. A. S. (2002). Controladoria Estratégica. São Paulo: Atlas.
- Pinho, C., Tavares, S. (2005). Análise Financeira e Mercados, Lisboa: Áreas Editora.
- Pinho, C., Tavares, S. (2012). Análise Financeira e Mercados, Lisboa: Áreas Editora.

Rodrigues, J. (2010). Avaliação do desempenho das organizações. Lisboa: Escolar Editora.

Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2002). Fundamentals of Corporate Finance. 6ª Edição: McGraw-Hill.

Santos, A. (2008). Gestão Estratégica – Conceitos modelos e instrumentos. Lisboa: Escolar Editora.

Sanches A. L., Montevechi J. A. B., Pamplona E. O. E Ribeiro D. A., (2008) Análise de Sensibilidade na Avaliação de Investimentos por “DOE” Simulado, *Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, em 2 de Outubro de 2013 em [http://www.aedb.br/seget/artigos07/425\\_425\\_SEGET%202007%20AIS.pdf](http://www.aedb.br/seget/artigos07/425_425_SEGET%202007%20AIS.pdf)

Silva, E. (2007). Gestão Financeira – Análise de Fluxos Financeiros, 2ª edição: Vida Económica.

Silva, E. e Menezes, E. (2001). Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação, 3ª. Ed. Florianópolis: UFSC.

Smith, M. (2003). Research Methods in Accounting. New Delhi: Sage Publications.

STEPHENS, Kenneth R. e BARTUNEK, Ronald R. What is economic value added? A practitioner's view. *Business Credit*, Vol 99, Apr. 1997

Stewart, S. (1991). Em busca do Valor, São Paulo: Bookman.

Stewart, S. (1999). A verdadeira chave para a criação de riqueza, Rio de Janeiro: Qualitymark.

Teixeira, A. (1998). Dissertação de mestrado “A análise de performance de segmentos”. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Teixeira, N., Jerson. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor – um estudo de caso.

Teixeira, N. (2008). A rentabilidade e a criação de valor. In: XIII ENCONTRO AECA.

Tofoli, I. (2008). Administração financeira empresarial, uma tratativa prática. 1 ed. Campinas: Arte Brasil.

Yin, R. (1994). Pesquisa Estudo de Caso - Desenho e Métodos 2 ed. Porto Alegre: Bookman.

Young, S. (1999). Some reflections on accounting adjustments and economic value added. The Journal of Financial statement Analysis.

Young, D., O'Byrne, S. (2001). EVA and Value-Based Management, New York: McGraw-Hill.

Young, D. (2003). EVA e Gestão Baseada no valor: Bookman